



**JURISTISCHE FAKULTÄT**



**UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG**  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

## **„Investmenttreuhand und Investmentgesamthand“**

Dissertation vorgelegt von Tobias Krause

Erstgutachter: Prof. Dr. Stefan J. Geibel

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

## **I. Einleitung**

Mit dem am 22.07.2013 in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) hat der Gesetzgeber die Umsetzung der AIFM Richtlinie zum Anlass genommen, ein umfassendes und in sich geschlossenes Regelungswerk für Investmentfonds und deren Manager zu schaffen. Das KAGB versucht dabei erstmals, offene und geschlossene Fonds in einem Gesetz zu vereinen. Dadurch sollten viele der bisherigen Probleme behoben und insbesondere ein einheitlich hohes Schutzniveau für die Privatanleger geschaffen werden. Zu diesem Zweck statuiert das KAGB nicht nur einen *numerus clausus* der Gesellschaftsformen sowie zahlreiche aufsichtsrechtliche Regelungen, sondern trifft auch Vorgaben für die Ausgestaltung der offenen und geschlossenen Fondskonstruktionen. In der bisherigen Investmentlandschaft ließ sich ein Großteil dieser Konstruktionen im Kern auf zwei grundlegende Konzeptionsmodelle zurückführen: die Investmenttreuhand und die Investmentgesamthand. Diese beiden Fondskonstruktionsmodelle bilden den Mittelpunkt der Arbeit.

Im Verlauf der Arbeit wird aufgezeigt, wie sich diese beiden Konstruktionsmodelle durch die Einführung des KAGB angenähert haben und inwiefern es sogar zu einem Gleichlauf kommt. Des Weiteren wird dargestellt, wie sich dadurch bisherige Rechtsprobleme aufgelöst haben und neue Fragestellungen hinzugekommen sind. Hierbei wird auch hinterfragt, ob durch das KAGB insbesondere im Bereich der (Prospekt-) Haftung die vom Gesetzgeber beabsichtigte Anhebung des Anlegerschutzniveaus gelungen ist.

## **II. Begriffsbestimmung und historische Entwicklung**

Die genaue Untersuchung der einzelnen Bereiche erfordert zunächst eine Begriffsbestimmung und Erläuterung der beiden Konstruktionsmodelle.

Der Begriff der Investmenttreuhand beschreibt nicht unmittelbar eine rechtliche Einordnung, sondern zunächst nur einen wirtschaftlichen Verwendungszweck der Treuhand, der dann durch eine der rechtlichen Ausgestaltungsformen der Treuhand verwirklicht wird. Zum Zweck der Teilnahme am Kapitalmarkt werden die Anlagesummen der Kleinanleger gesammelt, um die Synergien einer gemeinsamen Anlage ausschöpfen zu können und dadurch auch der breiten Bevölkerung einen Zugang zur Beteiligung an einem breit gestreuten Wertpapierportfolio zu ermöglichen. Dieses gesammelte Kapital wird dann von einer Verwaltungsgesellschaft treuhänderisch für die Anleger verwaltet. Demnach ist unter der Investmenttreuhand die Treuhänderstellung einer Verwaltungsgesellschaft zu verstehen, die das bei ihr eingelegte Vermögen, in Form eines von ihrem Vermögen getrennten Sondervermögens, für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilhaber verwaltet.

Ähnlich der Investmenttreuhand beschreibt der Begriff Investmentgesamthand zunächst nur den hinter der Gesamthandsgemeinschaft stehenden Sinn und Zweck, bei der Investmentgesamthand also die Verwendung einer Gesamthandsgemeinschaft zur Bündelung von Vermögen mit dem Ziel der Teilnahme am Investmentgeschäft. Unter einer Investmentgesamthand wird demnach eine Personengesellschaft (zumeist eine Kommanditgesellschaft in der Form einer GmbH & Co. KG) verstanden, welche Trägerin eines Investmentanlagevermögens ist und an der die Anleger direkt als Kommanditisten oder über einen Treuhänderkommanditisten beteiligt sind.

Im Anschluss an diese Begriffsbestimmung wird in einer kurzen Retrospektive die jeweilige Entwicklung der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand nachgezeichnet. Dabei wird gezeigt, dass die ursprüngliche Form der Investmenttreuhand bereits im KAGG von

1957 vorzufinden war und sich über das InvG bis zum KAGB weitgehend erhalten hat. Sie ist mithin seit über 60 Jahren in spezialgesetzlicher Form geregelt.

Dagegen fehlte es für die Investmentgesamthand lange Zeit an einer vollumfänglichen spezialgesetzlichen Regelung. Während nach der Änderung des VerkProspG zum 01.07.2005 zwar die Prospektspflicht und daran anknüpfend die Prospekthaftung betreffend die Investmentgesamthand eine Normierung erfuhr, dauerte es bis zur Einführung des KAGB bis erstmals eine umfängliche spezialgesetzliche Regelung der Investmentgesamthand vorlag.

Obwohl Investmenttreuhand und Investmentgesamthand jeweils eine Möglichkeit zur Fondskonstruktion und damit zur Teilnahme am Investmentverkehr darstellen, verliefen ihre bisherigen Entwicklungen weitgehend unabhängig voneinander. Während die Investmenttreuhand bereits auf eine lange gepflegte, eigenständige gesetzliche Regelung zurückblicken konnte, war die Investmentgesamthand bisher nur in ihrer Vertriebstätigkeit spezialgesetzlich geregelt. Mit der Einführung des KAGB finden sich nun sowohl Investmenttreuhand als auch Investmentgesamthand erstmals in einem umfassend kodifizierten Regelwerk.

### **III. Rechtliche Ausgestaltung**

Im Rahmen des darauffolgenden Kapitels wird die rechtliche Ausgestaltung von Investmenttreuhand und Investmentgesamthand unter dem Reglement des KAGB näher untersucht. Dazu wird zunächst die grundsätzliche Ausgestaltung von Investmenttreuhand und Investmentgesamthand in Bezug auf die dingliche Zuordnung des Anlagevermögens sowie im Hinblick auf dessen jeweilige Verwaltung beleuchtet. Hierbei wird aufgezeigt, dass sich durch die Zusammenführung im KAGB eine Überlagerung der beiden Rechtsfiguren ergeben hat.

Im KAGB bilden § 1 X KAGB und § 92 I 1 KAGB die Kernregelungen für die Investmenttreuhand. Demnach ist gemäß § 1 X KAGB ein Sondervermögen ein inländisches offenes, in Vertragsform ausgestaltetes, Investmentvermögen, welches von einer Verwaltungsgesellschaft für Rechnung der Anleger nach Maßgabe des KAGB und den Anlagebedingungen verwaltet wird. Die zum Sondervermögen gehörenden Vermögensgegenstände können dabei entweder im Alleineigentum der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder im alleinigen Miteigentum der Anleger stehen. Diese beiden Ausgestaltungsmöglichkeiten werden seit dem KAGG von 1957 einerseits als sog. Treuhandlösung und andererseits als sog. Miteigentumlösung bezeichnet. Es wird gezeigt, dass es sich auch unter Geltung des KAGB bei dem investmentrechtlichen Sondervermögen, unabhängig von der gewählten dinglichen Zuordnung der Vermögensgegenstände um ein Verwaltungstreuhandverhältnis handelt, entweder in der Gestalt der Vollrechtstreuhand oder der Ermächtigungstreuhand.

Die im KAGB enthaltenen Regelungen, welche die grundsätzliche rechtliche Ausgestaltung der offenen (§§ 124-138 KAGB) und der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft (§§ 149-161 KAGB) normieren, sind in vielen Punkten deckungsgleich. Beide Erscheinungsformen der Investmentkommanditgesellschaft können nach § 129 I 1 KAGB bzw. § 154 I 1 KAGB eine ihrem Unternehmensgegenstand entsprechende externe Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellen. Infolgedessen muss hinsichtlich der grundsätzlichen rechtlichen Ausgestaltung der Verwaltung der Investmentgesamthand nicht zwischen einer offenen und einer geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft, sondern vielmehr zwischen einer extern und einer intern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft differenziert werden.

Die Ausgestaltung der Verwaltung in der extern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft hängt nicht nur von den gesetzlichen Vorgaben, sondern auch maßgeblich von dem

abzuschließenden Verwaltungsvertrag ab. Entscheidet sich die Investmentkommanditgesellschaft für eine externe Verwaltung, so geht die Geschäftsführungsbefugnis bezüglich der Anlage und Verwaltung des Kommanditanlagevermögens kraft Gesetzes auf die externe Kapitalverwaltungsgesellschaft über. Die Geschäftsführung der Investmentkommanditgesellschaft darf der Kapitalverwaltungsgesellschaft darüber hinaus, im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung nach § 1 XIX Nr. 24 KAGB, im Verwaltungsvertrag auch administrative Tätigkeiten, den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen sowie Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des Kommanditanlagevermögens übertragen. Jedoch erhält die Kapitalverwaltungsgesellschaft weder eine gesetzliche Vertretungsmacht noch eine gesetzliche Verfügungsbefugnis. Diese Rechte verbleiben auch nach der Bestellung der externen Kapitalverwaltungsgesellschaft weiterhin bei der Investmentkommanditgesellschaft. Gleichwohl wird gezeigt, dass die Investmentkommanditgesellschaft in richtlinienkonformer Auslegung des Begriffs der Fremdverwaltung verpflichtet ist, der Kapitalverwaltungsgesellschaft im Verwaltungsvertrag eine unwiderrufliche Vollmacht einzuräumen, um auf diese Weise die zeitnahe und letztverantwortliche Umsetzung der Anlageentscheidungen durch den verantwortlichen Fremdvermögensverwalter zu gewährleisten.

Des Weiteren wird aufgezeigt, dass sich unabhängig davon, ob es sich um eine offene oder geschlossene, eine extern oder eine intern verwaltete Investmentkommanditgesellschaft handelt, mit der Einführung des KAGB für die Investmentgesamthand hinsichtlich der dinglichen Zuordnung des Vermögens keine Änderung ergeben hat. Die Investmentkommanditgesellschaft ist nach wie vor selbst Trägerin des (Kommandit-) Anlagevermögens. Jedoch ergeben sich im Hinblick auf die Ausgestaltung der Verwaltung grundlegende Unterschiede zwischen der extern und der intern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft. Entscheidet sich die Geschäftsführung der Investmentkommanditgesellschaft gegen die Bestellung einer externen Kapitalverwaltungsgesellschaft, ist die gesamte Investmentkommanditgesellschaft als Kapitalverwaltungsgesellschaft zuzulassen. Insofern ist die Situation in der intern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft derjenigen vor Einführung des KAGB sehr ähnlich. Auch wenn durch die Anforderungen an die Zulassung als interne Kapitalverwaltungsgesellschaft ein erhöhter Schutz für die Anleger erreicht wird, handelt es sich bei einer intern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft um eine Investmentgesamthand in einer der vor Einführung des KAGB vergleichbaren Ausgestaltung.

Bestellt die Geschäftsführung eine externe Kapitalverwaltungsgesellschaft als verantwortlichen Vermögensverwalter, so ist der Verwaltungsvertrag mit dieser Verwaltungsgesellschaft grundlegend für die zu übernehmenden Tätigkeiten. Im Rahmen der Wahrnehmung dieser Aufgaben hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 26 I KAGB ausschließlich im Interesse der Anleger zu handeln. Sie nimmt somit als Geschäftsbesorgerin die Verwaltung des Vermögens treuhänderisch wahr, um den Anlegern einen Zugang zum Investmentgeschäft zu ermöglichen. Infolgedessen ist die Fremdverwaltung der Investmentkommanditgesellschaft im Ergebnis nur eine neue Erscheinungsform der Investmenttreuhand. Ähnlich dem investimentrechtlichen Sondervermögen nutzen die Anleger eine Treuhandkonstruktion zur Teilnahme am Investmentgeschäft. Zur Ausführung dieser treuhänderischen Aufgaben bedient sich die Kapitalverwaltungsgesellschaft der zwingend zu erteilenden rechtsgeschäftlichen Vollmacht, so dass es sich im Fall der Fremdverwaltung der Investmentkommanditgesellschaft hinsichtlich der rechtlichen Einordnung um eine Vollmachtstreuhand handelt. Die ursprüngliche Rolle der Investmentgesamthand wird in dieser Konstellation auf eine bloße Vermögensträgerschaft reduziert und hinsichtlich der rechtlichen Ausgestaltung der Verwaltung gänzlich von der Investmenttreuhand überlagert.

In einem Exkurs zur Investmentaktiengesellschaft wird aufgezeigt, dass diese Qualifizierung auch für die extern verwaltete Investmentaktiengesellschaft zutrifft. Die extern verwaltete Investmentaktiengesellschaft ist auch als Investmenttreuhand zu qualifizieren, bei der sich lediglich der formelle Rechtsträger des Vermögens unterscheidet. Die intern verwaltete Investmentaktiengesellschaft kann allerdings – mangels gesamthänderischer Bindung – nicht als Investmentgesamthand qualifiziert werden.

#### **IV. Anteile und Anteilsrücknahme**

Im Anschluss wird aufgezeigt, dass sich die gesetzlichen Regelungen bezüglich des Anteils am Sondervermögen, dessen Rücknahme sowie dessen Verbriefung im entsprechenden Anteilschein seit der Einführung des KAGG im Jahre 1957 nur wenig verändert haben. Mit größtenteils nur redaktionellen Anpassungen wurden die jeweiligen Regelungen in das nachfolgende InvG und nun in das KAGB übernommen. Dies hat zur Folge, dass sich die bewährten Regelungen des KAGG bezüglich der Ausgestaltung des Anteils am Sondervermögen und dessen Verbriefung fast unverändert auch im KAGB wiederfinden.

Bei der Investmentgesamthand liegt der Fokus der Untersuchung im Rahmen der Rücknahme auf den im Zusammenhang mit einer außerordentlichen Kündigung auftretenden Schwierigkeiten. Es wird gezeigt, dass im Falle einer Konstellation, die alle Anlegergesellschafter zur außerordentlichen Kündigung aus wichtigem Grund berechtigt, diese zunächst auf die Herbeiführung einer Abstimmung über die Fortsetzung der Gesellschaft zu verweisen sind. Der Beschluss kann von jedem Kommanditisten initiiert werden und ist mit einer Dreiviertelmehrheit zu fassen.

Während im Hinblick auf die Ausgestaltung der dinglichen Zuordnung des Vermögens und der Verwaltung eine Überdeckung der Investmentgesamthand durch die Investmenttreuhand zu verzeichnen ist, verläuft die Ausgestaltung der Anteile an der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand nach wie vor parallel nebeneinander. Dies lässt sich vor allem mit den unterschiedlichen Ausgangspunkten begründen. Auf der einen Seite steht das investimentrechtliche Sondervermögen und auf der anderen Seite die Investmentkommanditgesellschaft, mithin eine Personengesellschaft. Das KAGB trifft hierbei zwar umfangreiche Regelungen für die Ausgestaltung des Anteils an investimentrechtlichen Sondervermögen, zieht sich im Hinblick auf die Investmentgesamthand, in der Form der Investmentkommanditgesellschaft, allerdings weitgehend auf die handelsrechtlichen Regelungen zurück.

#### **V. Haftungskonstellationen**

Im abschließenden Kapitel werden verschiedene Haftungskonstellationen untersucht. Dabei wird der Fokus nicht nur auf den Vergleich zwischen Investmenttreuhand und Investmentgesamthand gelegt, sondern wiederum auch die Rechtslage vor Einführung des KAGB in die Untersuchung mit einbezogen.

Es wird gezeigt, dass sich auch im Bereich der Haftung der Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Annäherung der Investmenttreuhand und der Investmentgesamthand vollzieht. Zwar ist keine Überlagerung, wie im Rahmen der Ausgestaltung der Verwaltung, festzustellen, jedoch besteht in der praktisch besonders relevanten Form der extern verwalteten Investmentgesamthand nunmehr zumindest hinsichtlich der Innenhaftung ein Gleichlauf mit der Investmenttreuhand.

Durch die Einführung des Erfordernisses der Beauftragung einer Verwahrstelle auch für Fälle der Investmentgesamthand wurde in diesem Punkt die Situation an diejenige der Investmenttreuhand angeglichen. Dabei wurden das Grundkonzept und viele der bereits im KAGG bzw. InvG vorhandenen Regelungen in das KAGB übernommen und in Umsetzung der AIFM-Richtlinie nun auf die Investmentgesamthand erstreckt. Insofern ist es im Ergebnis nicht verwunderlich, dass sich die Haftung der Verwahrstelle gegenüber dem Investmentvermögen und dessen Anlegern nun nahezu gleichlaufend präsentiert. Des Weiteren ist durch die verschuldensunabhängige Haftung für abhandengekommene Finanzinstrumente sowie die nun spezialgesetzlich geregelte Haftung für sonstige Verluste ein deutlicher Anstieg des Anlegerschutzniveaus zu verzeichnen.

Während sich bei der Investmenttreuhand weitgehend keinerlei Änderungen hinsichtlich der Haftung der Anleger ergeben haben, sind die Änderungen bei der Investmentgesamthand umso gravierender. Durch die spezialgesetzlichen Vorschriften des KAGB, die sowohl die Außen- wie auch die Innenhaftung der Investmentkommanditgesellschaft stark modifizieren, wird für den Anleger ein Großteil der früheren Haftungsrisiken ausgeschlossen. Auf diese Weise wird die Haftungssituation in der Investmentgesamthand an diejenige in der Investmenttreuhand angenähert. Da die Haftung der Anleger allerdings unmittelbar an die Organisationsform des Investmentvermögens anknüpft, ist aufgrund der verschiedenen Ausgangspositionen – rechtspersonlichkeitsloses Sondervermögen gegenüber rechtsfähiger Personengesellschaft – in diesem Punkt kein so weitreichender Gleichlauf möglich, wie hinsichtlich der Haftung der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder der Verwahrstelle.

Den Abschluss der Untersuchungen der Haftungskonstellationen bildet die Prospekthaftung. Hierbei wird gezeigt, dass das KAGB die Prospekthaftung und die Haftung für wesentliche Anlegerinformationen für beide Fondskonstruktionen in einer Norm bündelt. Dabei wird aufgezeigt, dass der Gesetzgeber zumindest in materiell-rechtlicher Hinsicht das Anlegerschutzniveau erhöht hat, indem der Anleger nun sowohl für Verkaufsprospekte als auch für wesentliche Anlegerinformationen in den Genuss einer Beweislastumkehr kommt. Lediglich auf Rechtsfolgenseite tritt die bereits vor Einführung des KAGB bestehende Problematik der Inanspruchnahme der Investmentkommanditgesellschaft, als Prospektverantwortliche oder auch als Prospektveranlasserin, weiterhin auf. Im Ergebnis wird jedoch gezeigt, dass sich diese Problematik auflösen lässt und somit auch auf Rechtsfolgenseite ein Gleichlauf der Prospekthaftung erreicht wird.

Auch wenn durch die Einführung des KAGB nicht alle Sachprobleme im Rahmen der Haftungskonstellationen abschließend einer Lösung zugeführt wurden, hat sich gezeigt, dass wiederum die bisherigen Regelungen der Investmenttreuhand für die neuen KAGB Regelungen prägend waren.